



CIO Viewpoint Equity

16 Marzo, 2022

Autor:

Ivo Višić

Senior Investment Officer

Ucrania: tres posibles escenarios

Puntos clave

- Los mercados de valores europeos se han visto especialmente castigados por la Guerra en Ucrania. Se ha producido una rotación de estilos de inversión, desde Cíclicas a empresas de Valor y Defensivos.
- En el pasado, las bolsas se han recuperado rápidamente después de un conflicto "localizado", pero las sanciones implican que la Guerra en Ucrania tendrá implicaciones.
- Estimamos 3 escenarios posibles para el resto de 2022.

La Guerra en Ucrania sacude a los mercados

Incluso antes de la guerra ruso-ucraniana, el comienzo de 2022 ya había sido bastante difícil para las bolsas mundiales, ya que el discurso de los principales bancos centrales contribuyeron a un endurecimiento monetario mucho más agresivo de lo previsto un par de meses antes. Sin embargo, la invasión de Ucrania por parte de Rusia ha desencadenado sanciones occidentales sin precedentes que, a su vez, han provocado movimientos sísmicos en los mercados, y no sólo en el ámbito de la renta variable (véase el gráfico 1). Las reacciones del mercado están ahora claramente dominadas por los titulares en torno al conflicto, las posibles nuevas sanciones o las medidas de represalia. Las grandes oscilaciones de los precios de las materias primas, las más fuertes de las últimas décadas, han alimentado una mayor aversión al riesgo. Al mismo tiempo, la volatilidad ha alcanzado su nivel más alto desde el periodo inicial de ventas inducidas por el conflicto, al menos en Europa (véase el gráfico 2).

Dada su proximidad geográfica al conflicto y su grado de exposición a las sanciones impuestas, los mercados europeos han sido los más castigados: el STOXX 600 ha perdido un -4,8% en lo que llevamos de marzo y un 11,6% en el año. Los índices bursátiles mundiales están en números rojos en general, pero, en cambio, el S&P 500 (-3,9% en marzo) ha resistido bastante bien, debido a la distancia geográfica de EEUU y a la muy limitada exposición del S&P 500 a Rusia (véase el gráfico 3). Además, parece que los inversores de renta variable han perdido, por el momento, la fe en la capacidad de China para sortear un laberinto de desafíos cada vez más complejo, lo que está arrastrando a los mercados asiáticos.

La energía sigue siendo el sector de mejor comportamiento, ya que la prima de riesgo geopolítico se está incorporando rápidamente a los precios de la energía: el crudo Brent ha alcanzado su nivel más alto desde 2008 y los futuros del gas natural europeo han alcanzado nuevos máximos históricos. Sin embargo, la conmoción geopolítica ha provocado que el liderazgo haya pasado desde los sectores cíclicos y de valor a los defensivos (véase el gráfico 4).

El sector financiero y los bancos, en particular, se han visto afectados negativamente por la evolución de las rentabilidades de los bonos. La curva de tipos se aplatina ante las expectativas de un mayor endurecimiento monetario por parte de los bancos centrales y la mayor aversión al riesgo.

Posibles escenarios futuros

La guerra en Ucrania ha frenado la aceleración de la actividad económica, que se había visto favorecida por el retroceso de los casos de COVID-19 y respaldada por la mejora generalizada de los PMI y los CESI (véase el gráfico 5). En el futuro, la magnitud de las rebajas vendrá determinada por los movimientos de los precios de las materias primas y, por supuesto, por la duración de los desajustes actuales. El presidente Biden ha anunciado que prohibirá las importaciones de energía rusa en EEUU, y crece la presión para un embargo energético en los países europeos. Aunque es difícil cuantificar el impacto de estas medidas en la economía y en los beneficios empresariales (debido a los efectos de primera, segunda y tercera ronda), está claro que la vida se complicará aún más para los bancos centrales. Si las materias primas persisten en estos niveles elevados, los bancos centrales tendrán que manejar un delicado equilibrio entre evitar que la inflación se afiance sin ahondar la desaceleración económica con tipos de interés más altos. En este contexto, ya estamos asistiendo a un aumento significativo de las expectativas de inflación (véase el gráfico 6), mientras que parece que los inversores no asumen actualmente que la guerra y sus implicaciones vayan a desbaratar un posible ciclo de endurecimiento monetario este año (véase el gráfico 7). Sin embargo, la preocupación por la estanflación podría convertirse en un verdadero reto para la renta variable.

Dada la situación actual, caracterizada por un alto grado de incertidumbre, podría ser útil evaluar brevemente los posibles escenarios que podrían darse a partir de ahora. La experiencia histórica de las últimas siete décadas sugiere que la mayoría de los conflictos militares, sobre todo si son localizados, no han tendido a desbaratar el sentimiento de los inversores en renta variable durante demasiado tiempo (véase el gráfico 8). Además, en los pasados picos de volatilidad, la calidad y la rentabilidad de los dividendos han sido históricamente lo que mejor se han comportado, mientras que los valores de crecimiento y momentum han tendido a quedarse atrás. Sin embargo, la historia no suele repetirse y esta vez los acontecimientos y las decisiones tomadas probablemente han dado paso a una nueva era. Los efectos adversos de las sanciones en el comportamiento de los consumidores, por ejemplo, no pueden calificarse de "locales", ya que la economía europea se ha visto afectada de forma significativa. Las consecuencias imprevistas de las sanciones se materializarán en los próximos meses.



Desde un punto de vista simplificado, podríamos ver una desescalada, una continuación del statu quo con la persistencia de la incertidumbre, o una nueva escalada del conflicto. Como la crisis geopolítica no muestra signos de enfriamiento, y la última ronda de conversaciones de paz parece haber enterrado cualquier esperanza de resolución del conflicto a corto plazo, los riesgos parecen ser más bien binarios por el momento. Una resolución del conflicto a corto plazo (el primer escenario) implicaría con toda probabilidad un repunte de los mercados de renta variable en general, respaldado por una amplia reducción de la prima de riesgo y revisiones positivas de los beneficios. Sin embargo, el aumento de los rendimientos reales, los altos niveles de inflación y el endurecimiento de las condiciones financieras podrían crear algunos vientos en contra. Las acciones de valor y las cíclicas se beneficiarían enormemente de este escenario en relación con los defensivos. Debido a la ralentización del ritmo de las revisiones de beneficios y a la desaceleración del crecimiento económico, los defensivos serían probablemente los más beneficiados al pasar a un entorno de ciclo más tardío en la segunda mitad del año. Las subidas de tipos de los bancos centrales favorecerían claramente a los financieros.

Un segundo escenario de incertidumbre continuada en lo que queda del primer semestre de 2022 representaría probablemente tensión para los mercados de renta variable en general, con efectos indirectos en los beneficios e ingresos de las empresas, dependiendo de la sensibilidad individual a los niveles/movimientos de los precios de las materias primas y de la diferente exposición directa a Rusia. En este entorno, la energía podría seguir beneficiándose, ya que el conflicto mantendría altos los precios del petróleo y del gas natural. Además, el mercado podría revalorizar el ritmo de endurecimiento monetario, lo que limitaría los rendimientos reales y probablemente impulsaría la rotación hacia los valores defensivos frente a los de valor y los cíclicos. En la segunda mitad del año, suponiendo que la situación mejore, la menor volatilidad ligada a Rusia podría verse parcialmente compensada por un aumento de los rendimientos reales, al revalorizarse las expectativas de un ciclo de subida de tipos más rápido. Las empresas financieras y las cíclicas deberían entonces beneficiarse de la subida de las rentabilidades de la deuda y de la moderación de los precios del petróleo, mientras que los productos de consumo básico y las empresas de servicios públicos podrían beneficiarse de la caída de los precios del petróleo y de la ralentización del crecimiento económico.

En un tercer escenario en el que el conflicto se agrava aún más, creemos que un aumento considerable de la prima de riesgo implícita en el mercado, en combinación con la incertidumbre persistente, podría provocar un nuevo retroceso en los mercados de renta variable en este primer semestre de 2022. Las revisiones de ingresos y beneficios se volverían negativas y el crecimiento se ralentizaría sustancialmente, lo que muy probablemente induciría una huida hacia los defensivos. La huida hacia la seguridad también podría provocar una caída de los rendimientos reales, mientras que los mercados podrían dejar de descontar varias subidas de tipos de los bancos centrales.

Una política monetaria más acomodaticia perjudicaría sin duda al sector financiero, mientras que la energía y las materias primas deberían beneficiarse de los elevados precios de las mismas. El sentimiento negativo podría perdurar en la segunda mitad del año. Aunque las primas de riesgo geopolíticas podrían revertirse en algún momento, un nuevo endurecimiento de las condiciones financieras podría representar un importante impedimento para los mercados de renta variable en general, junto con una incertidumbre estructuralmente mayor en relación con el entorno político. La ralentización del crecimiento y la reducción de la prima de riesgo geopolítico podrían dar lugar a un posicionamiento cíclico/defensivo equilibrado, mientras que el sector energético se vería probablemente afectado por la reversión de los precios del petróleo.

Independientemente del resultado, es justo decir que la guerra en Ucrania ha planteado algunas nuevas realidades que están teniendo un impacto significativo en algunos supuestos tradicionales a los que nos hemos acostumbrado en las últimas décadas. Como resultado del conflicto, el gasto en defensa e infraestructuras aumentará, lo que obviamente beneficiará a las áreas asociadas del universo de inversión. Además, la intensificación del debate en torno a la independencia energética va a volver a poner de relieve las tendencias existentes (por ejemplo, la energía sostenible/limpia) o incluso a desencadenar nuevos temas de inversión a largo plazo para abordar esta cuestión.

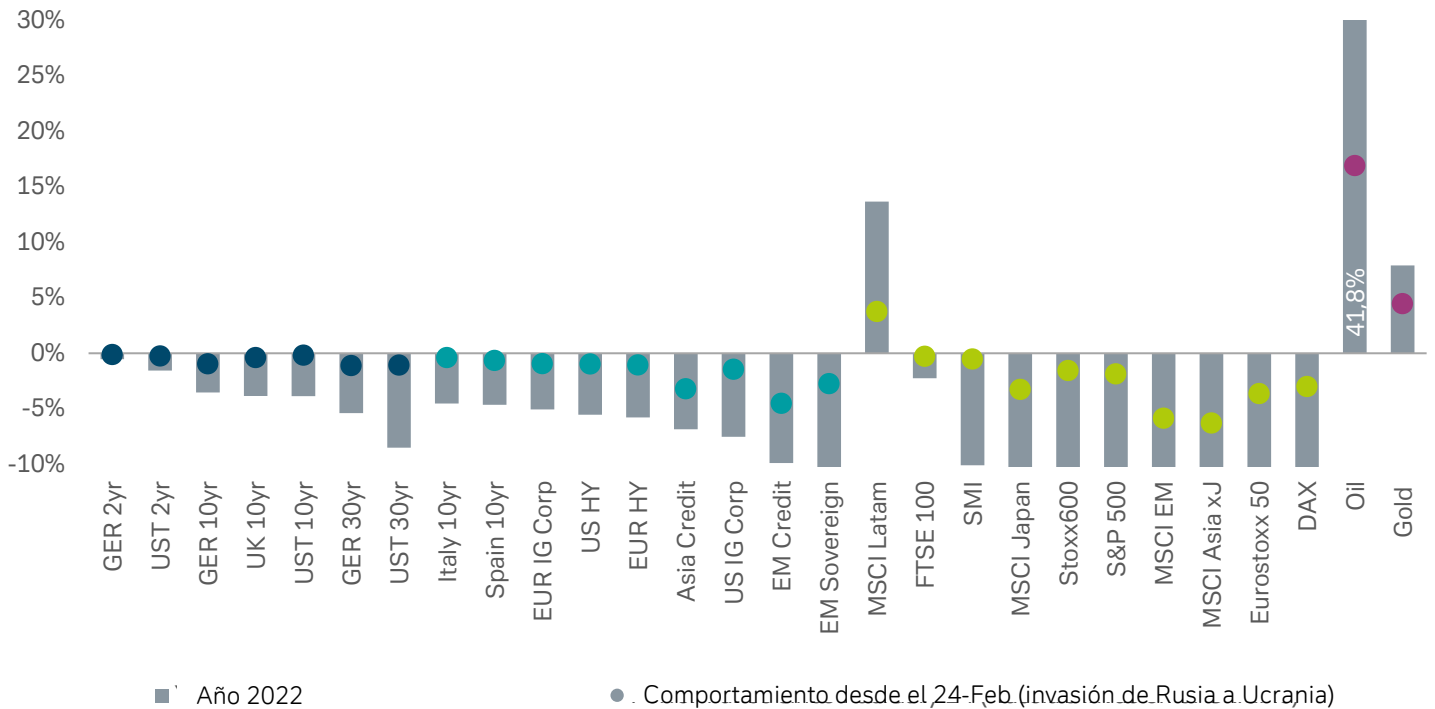
Cautelosamente optimistas en un horizonte a 12 meses

Por el momento, nuestro escenario base es un crecimiento más débil pero sostenido y continuación de los tipos reales negativos, lo que conllevaría cierto potencial alcista para las bolsas en un horizonte de 12 meses (véase el gráfico 9). No obstante, si se produce un deterioro significativo de los fundamentos económicos junto con un aumento sustancial de la incertidumbre, las perspectivas para las bolsas serán más sombrías, y la proximidad geográfica a la guerra de Ucrania y las dependencias energéticas individuales serán fundamentales a corto plazo. Por lo tanto, la gestión del riesgo será crucial para navegar por la alta volatilidad del mercado, que no es probable que disminuya pronto.

Para más detalle sobre nuestras previsiones, véase el último CIO Viewpoint "Economic and asset class outlook". Les mantendremos informados a medida que vaya evolucionando la situación.

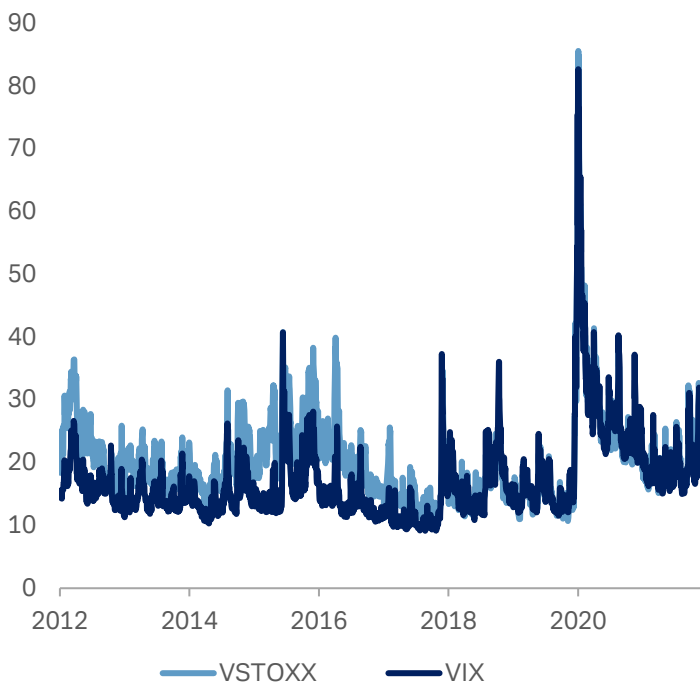


Gráfico 1: Evolución de los distintos activos en 2022 y desde la entrada de Rusia en Ucrania.



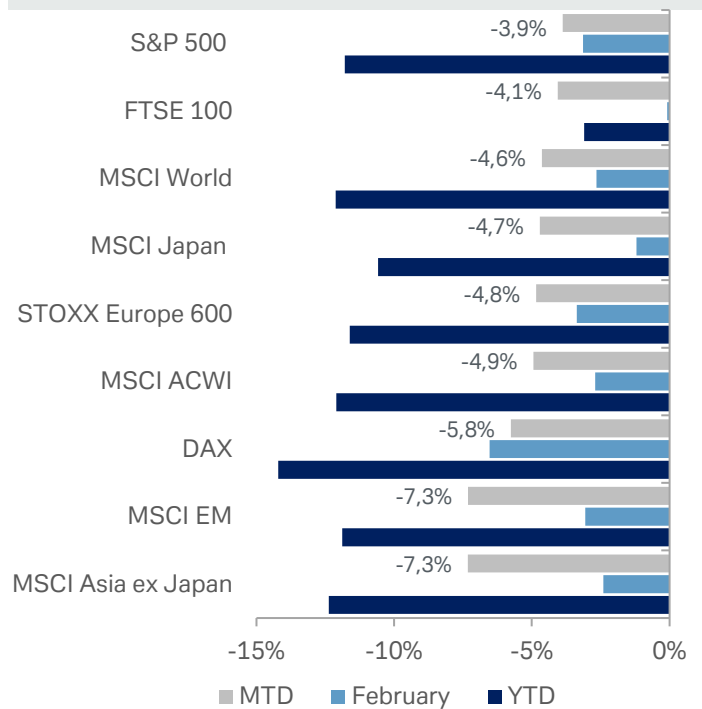
Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG.
Datos a 11 de marzo de 2022

Gráfico 2: Índices VIX y VSTOXX



Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG.
Datos a 11 de marzo de 2022

Gráfico 3: Comportamiento de los índices



Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG.
Datos a 11 de marzo de 2022.



Gráfico 4: MSCI ACWI, por sectores

	YTD	MTD	Feb	Q4 2021	2021
Energía	17.0%	2.2%	1.4%	1.8%	30.7%
Utilities	-4.6%	-0.7%	-0.8%	9.6%	7.2%
Inmobiliario	-10.3%	-1.0%	-3.6%	8.4%	19.9%
Salud	-10.2%	-2.2%	-0.6%	6.5%	16.1%
Materiales	-4.0%	-2.3%	2.1%	6.9%	11.1%
Industriales	-10.7%	-2.8%	-1.5%	5.3%	14.7%
MSCI ACWI	-12.1%	-4.9%	-2.7%	6.4%	16.8%
Financieras	-6.7%	-5.3%	-2.7%	2.6%	21.5%
Consumo Estable	-9.6%	-5.9%	-0.7%	7.8%	8.9%
Servicios de comunicación	-16.4%	-6.5%	-5.5%	-1.7%	9.5%
Tecnología	-18.6%	-7.1%	-4.5%	12.4%	26.4%
Consumo Cíclico	-20.1%	-8.7%	-4.8%	5.9%	8.3%

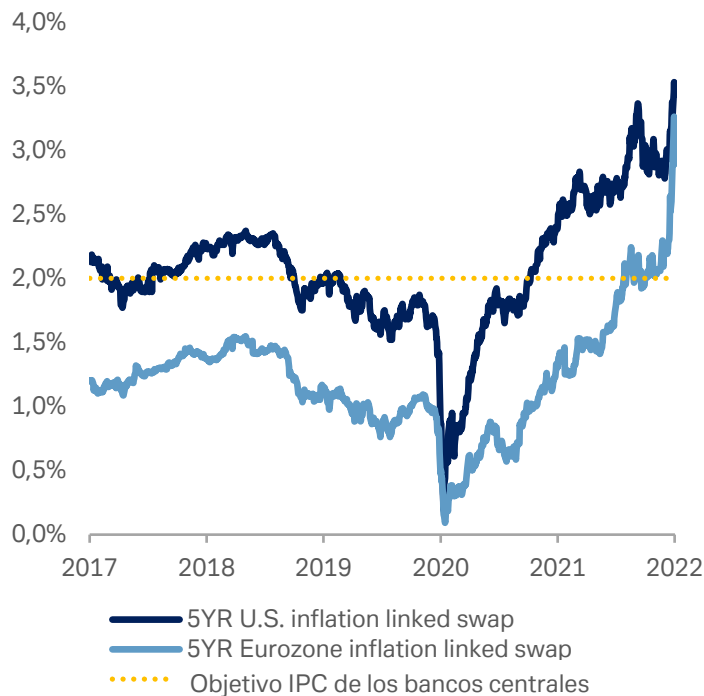
Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG.
Datos a 11 de marzo de 2022.

Gráfico 5: Índice Citi economic surprise – G10



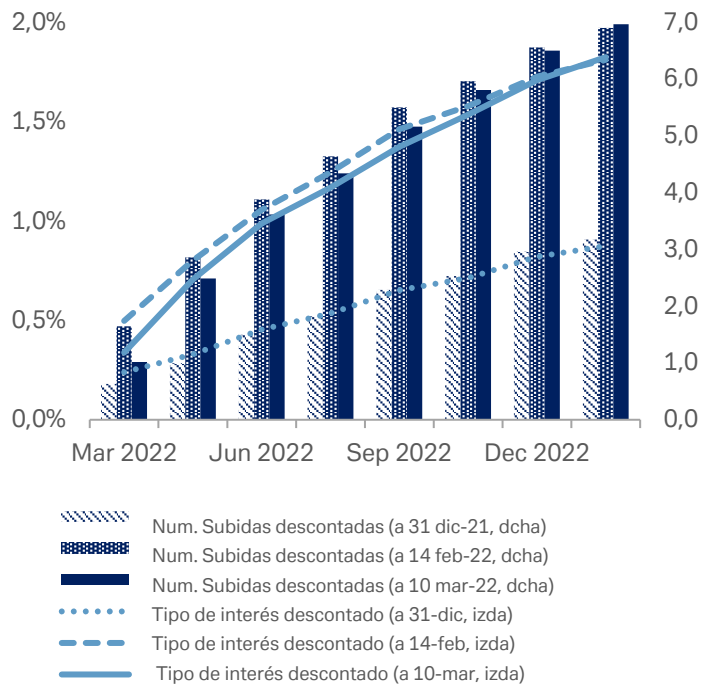
Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG.
Datos a 11 de marzo de 2022.

Gráfico 6: Expectativas de inflación futura



Fuente: Refinitiv Datastream, Deutsche Bank AG.
Datos a 11 de marzo, 2022.

Gráfico 7: Expectativas de bajadas/subidas de la Fed



Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG.
Datos a 10 de marzo de 2022

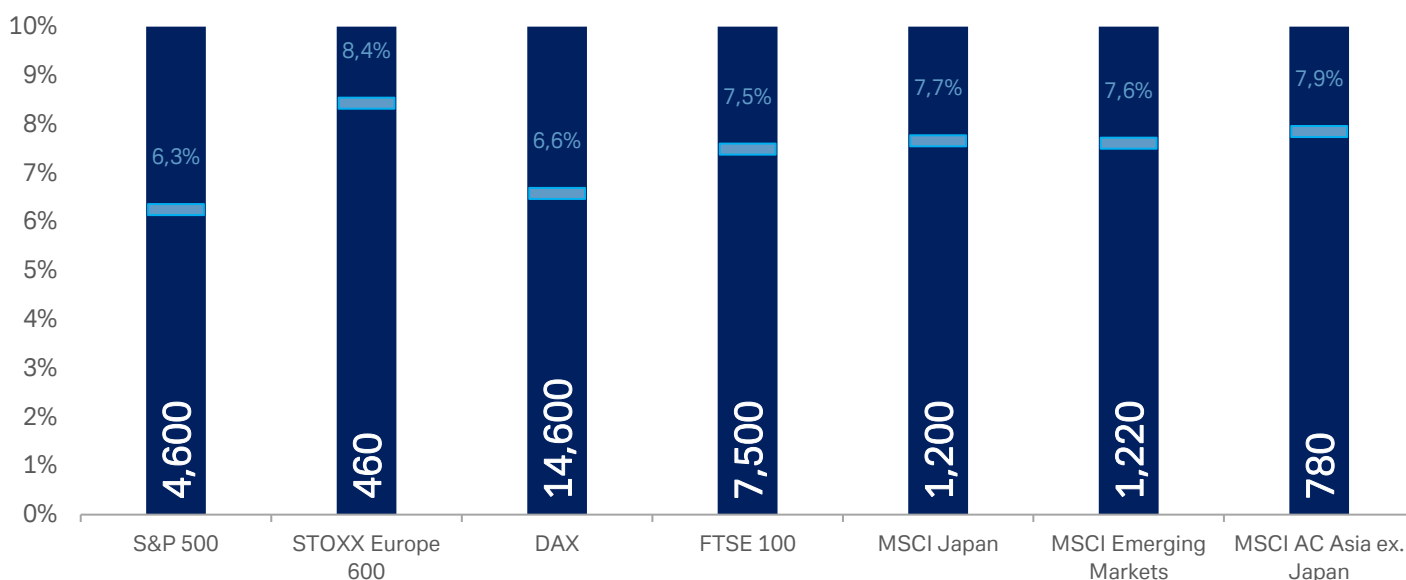


Gráfico 8: S&P 500 and STOXX Europe, comportamiento en momentos de conflictos bélicos.

Fecha	Conflicto	S&P 500					STOXX Europe 600				
		-1m	-1s	+1s	+1m	+3m	-1m	-1s	+1s	+1m	+3m
15-May-48	Guerra Arabe-Israelí	0.1%	-2.7%	10.9%	2.0%	-0.8%					
25-Jun-50	Guerra de Corea	2.4%	1.6%	-10.0%	1.5%	4.9%					
01-Nov-54	Guerra de Argelia	-1.5%	-0.7%	6.9%	15.5%	19.4%					
01-Nov-55	Guerra de Vietnam	-3.2%	0.3%	7.3%	4.1%	13.9%					
05-Jun-67	Guerra de los 6 días	-6.4%	-0.7%	3.3%	6.5%	7.7%					
08-Mar-69	Guerra de Desgaste	-4.7%	0.3%	1.5%	3.5%	-6.0%					
06-Oct-73	Guerra Yom Kippur	4.5%	1.5%	-4.5%	-10.0%	-15.3%					
29-Mar-76	Guerra Sucia	2.7%	-1.0%	-0.3%	1.4%	2.9%					
22-Sep-80	Guerra Irán-Irak	3.5%	1.2%	1.2%	4.1%	2.8%					
02-Apr-82	Guerra Malvinas	2.2%	2.8%	1.1%	-6.5%	6.0%					
02-Aug-90	Guerra del Golfo	-2.2%	-1.2%	-3.3%	-8.2%	-11.3%	-2.4%	-2.0%	-5.0%	-9.7%	17.8%
06-Apr-92	Conflicto en Bosnia	0.3%	0.6%	0.1%	2.8%	2.0%	-3.3%	-0.8%	3.6%	7.0%	-0.3%
05-Mar-98	Conflicto en Kosovo	3.1%	-1.3%	3.4%	8.5%	7.6%	4.3%	-0.2%	3.1%	11.4%	12.8%
07-Oct-01	Guerra de Afganía	-1.3%	2.9%	1.9%	4.1%	8.7%	-3.8%	1.6%	2.9%	6.9%	10.1%
20-Mar-03	Guerra de Irak	4.6%	5.3%	-0.8%	2.0%	13.7%	0.8%	8.4%	-1.6%	3.9%	12.0%
15-Feb-11	Guerra civil Libia	2.7%	0.3%	-0.9%	-3.5%	0.7%	2.0%	0.3%	-1.4%	-8.0%	-3.1%
15-Mar-11	Guerra civil Siria	-3.5%	-3.0%	0.9%	2.9%	-1.3%	-8.0%	-5.5%	2.1%	4.3%	0.6%
23-Feb-14	Anexión rusa de Crimea	0.4%	-0.1%	1.3%	1.6%	3.5%	1.0%	0.8%	0.6%	-2.4%	1.7%
15-Sep-14	Guerra civil Yemen	1.5%	-0.9%	0.5%	-6.1%	0.3%	4.3%	-0.6%	0.8%	-9.5%	-6.0%
Mediana		0.4%	-0.1%	0.5%	2.0%	2.0%	0.8%	-0.2%	0.8%	3.9%	0.6%
Media		0.6%	0.3%	0.3%	0.5%	2.7%	-0.6%	0.2%	0.6%	0.4%	1.1%
% veces positiva		67%	44%	67%	67%	78%	56%	44%	67%	56%	56%

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG.
Datos a 11 de marzo de 2022

Gráfico 9: Objetivos para los índices (Mar 2023)



■ Objetivo a Marzo de 2023 (a 3 de marzo) ■ Retorno total esperado a Marzo 2023 (a 3 de marzo)

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG.
Datos a 3 de marzo de 2022



Glosario

Bunds son los bonos del Estado alemán a largo plazo

CESI es el Índice de Sorpresas Económicas de Citigroup.

Acciones cíclicas son las que se ven afectadas por el ciclo económico, generalmente incluyen bienes y servicios cuya compra es discrecional.

El **DAX 30** es un índice bursátil que incluye las 30 mayores compañías de Alemania que cotizan en la bolsa de Frankfurt; otros índices DAX incluyen una variedad mayor de compañías.

Acciones defensivas son aquellas que ofrecen dividendos de forma consistente e ingresos estables con independencia de la situación del mercado.

Un **mercado emergente (EM)** es un país que tiene algunas características de un mercado desarrollado en términos de eficiencia, liquidez y otros factores, pero no tiene todos los criterios para ser considerado mercado desarrollado

El **EuroStoxx 50 Index** es el índice que mide el comportamiento de las principales empresas europeas.

La **Reserva Federal (Fed)** es el banco central de EE.UU. Su Comité de Mercado Abierto (FOMC en sus siglas en inglés) se reúne para determinar su política de tipos de interés.

El **FTSE 100 Index**, es el índice que representa las 100 mayores compañías por capitalización de la bolsa de Londres.

Futuros son contratos financieros en los que se fija la compra o la venta de un activo en una fecha futura a un precio determinado.

Gilts son los bonos emitidos por el gobierno británico.

Acciones de crecimiento son aquellas compañías que muestran ingresos o beneficios por encima de lo esperado.

High yield (HY) son títulos de alto rendimiento que tienen una calificación crediticia más baja que los bonos grado de inversión, los bonos del Tesoro o los bonos municipales.

Inflation breakeven rate es la diferencia entre la rentabilidad nominal de un bono a tipo fijo con la rentabilidad nominal de un bono ligado a la inflación de un bono emitido por un emisor de una calidad semejante y vencimiento semejante, y refleja por lo tanto las expectativas de inflación futuras.

Investment grade (IG) es una calificación otorgada por una agencia crediticia como Standard & Poor's e indica que el bono tiene una baja probabilidad de impago.

El **MSCI Asia ex Japan Index** captura el comportamiento de grandes y medianas compañías de 2 de los 3 países más desarrollados (sin Japón) y 8 mercados emergentes.

El **MSCI EM Index** captura el comportamiento de grandes y medianas compañías de 23 países emergentes.

El **MSCI Japan Index** mide el comportamiento de alrededor de 323 pequeñas y medianas compañías, que representan sobre un 85% de la capitalización total del mercado japonés.

El **MSCI World Index** captura el comportamiento de empresas grandes y medianas de 23 países desarrollados.

Price/earningsratio (PER) mide el precio actual de las acciones de una empresa en relación con sus ganancias por acción. En este contexto, LTM se refiere a las ganancias de los últimos doce meses.

Purchasing manager indices (PMI) proporcionan un indicador de la salud económica del sector manufacturero y se basan en cinco indicadores principales: nuevos pedidos, niveles de inventario, producción, entregas de proveedores y el entorno laboral. El PMI compuesto incluye los sectores de fabricación y servicios.

Tipos reales son tipos ajustados a la inflación.

Prima de riesgo se refiere al exceso de rentabilidad respecto al activo libre de riesgo que se espera de una inversión.

El **S&P 500 Index** es un índice que incluye 500 compañías líderes de EE.UU., engloba aproximadamente el 80% de la capitalización de este mercado.

El **Stoxx Europe 600** considera 600 empresas de 18 países de la Unión Europea.

Treasuries son los bonos emitidos por el gobierno de EE.UU.

USD es el código de divisa del dólar de EE.UU.

Acciones de Valor son aquellas que parecen cotizar por debajo de sus fundamentales (p.e. ventas e ingresos)

El **VIX** es una medida de la volatilidad implícita en las opciones del índice S&P 500.

Volatilidad es el grado de variación de una serie de precios a lo largo del tiempo



Appendix

Comportamiento	11.3.2017 - 11.3.2018	11.3.2018 - 11.3.2019	11.3.2019 - 11.3.2020	11.3.2020 - 11.3.2021	11.3.2021 - 11.3.2022
S&P 500	17.4%	-0.1%	-1.5%	43.7%	6.7%
STOXX Europe 600	1.3%	-1.3%	-10.8%	27.3%	1.7%
MSCI ACWI	17.9%	-4.7%	-5.4%	42.5%	-1.7%
MSCI ACWI Energy	5.8%	-2.4%	-41.4%	42.6%	22.7%
MSCI ACWI Financials	17.9%	-13.9%	-15.9%	38.0%	1.2%
MSCI World Industrials	18.2%	-6.9%	-10.6%	44.0%	-3.1%
MSCI ACWI Communication Services	0.0%	-2.1%	-2.7%	52.2%	-16.1%
MSCI ACWI Consumer Staples	5.3%	-2.3%	-1.0%	14.1%	2.0%
MSCI ACWI Consumer Discretionary	21.8%	-4.6%	-3.0%	65.0%	-16.1%
MSCI ACWI Real Estate	7.8%	4.5%	-4.3%	5.0%	4.5%
MSCI ACWI Information Technology	38.9%	-3.1%	14.2%	63.0%	1.3%
MSCI ACWI Materials	20.5%	-10.8%	-16.8%	62.5%	0.0%
MSCI ACWI Healthcare	12.1%	2.9%	3.0%	24.1%	5.6%
MSCI ACWI Utilities	2.5%	11.2%	0.5%	6.8%	5.3%
MSCI Emerging Markets	30.4%	-13.8%	-9.1%	43.4%	-20.0%
S&P 600	16.9%	-2.2%	-20.2%	82.9%	-7.3%
MSCI ACWI Banks	17.1%	-16.4%	-22.2%	36.9%	0.6%
DAX 30	3.2%	-6.5%	-9.6%	39.6%	-6.5%
FTSE 100	-1.6%	-1.3%	-17.6%	14.6%	6.2%
MSCI Japan	7.9%	-6.7%	-10.6%	38.6%	-6.3%
MSCI World	16.4%	-3.5%	-4.9%	42.3%	1.2%
MSCI Asia ex Japan	30.9%	-11.7%	-4.9%	44.9%	-22.6%

Fuente: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG.
Datos a 11 de marzo de 2022



Important information

General

Este documento está siendo distribuido de buena fe por Deutsche Bank AG, sus sucursales (según lo permitido en cualquier jurisdicción pertinente), las empresas afiliadas y sus funcionarios y empleados (colectivamente, "Deutsche Bank"). Este material es sólo para su información y no pretende ser una oferta, o recomendación o solicitud de una oferta para comprar o vender cualquier inversión, seguridad, instrumento financiero u otro producto específico, para concluir una transacción, o para proporcionar cualquier inversión, asesoramiento de servicios o inversiones, o para proporcionar cualquier investigación, investigación de inversión o recomendación de inversión, en cualquier jurisdicción. Todos los materiales de esta comunicación están destinados a ser revisados en su totalidad. Si un tribunal de jurisdicción competente considera que alguna disposición de esta exención de responsabilidad es inaplicable, las disposiciones restantes permanecerán en pleno vigor y efecto. Este documento se ha preparado como un comentario general del mercado sin tener en cuenta las necesidades de inversión, objetivos o circunstancias financieras de cualquier inversor. Las inversiones están sujetas a riesgos genéricos de mercado que se derivan del instrumento o son específicos del instrumento o están vinculados al emisor en particular. En caso de que tales riesgos se materializaran, los inversores pueden incurrir en pérdidas, incluidas (sin limitación) una pérdida total del capital invertido. El valor de las inversiones puede caer, así como aumentar y no puede recuperar la cantidad invertida originalmente en cualquier momento. Este documento no identifica todos los riesgos (directos o indirectos) u otras consideraciones que puedan ser importantes para un inversor al tomar una decisión de inversión. Este documento y toda la información incluida en este documento se proporcionan "tal cual", "según disponibilidad" y Deutsche Bank no realiza ninguna representación o garantía de ningún tipo, expresa, implícita o legal, con respecto a cualquier declaración o información contenida en este documento o en conjunción con este documento. Todas las opiniones, los precios de mercado, las estimaciones, las declaraciones prospectivas, las declaraciones hipotéticas, los rendimientos de previsión u otras opiniones que conduzcan a conclusiones financieras contenidas en este documento reflejan el juicio subjetivo de Deutsche Bank sobre la fecha de este informe. Sin limitación, Deutsche Bank no garantiza la exactitud, adecuación, integridad, fiabilidad, puntualidad o disponibilidad de esta comunicación o cualquier información contenida en este documento y renuncia expresamente a la responsabilidad por errores u omisiones en el presente documento. Las declaraciones prospectivas implican elementos significativos de juicios y análisis subjetivos y cambios en los mismos y/o la consideración de factores diferentes o adicionales podrían tener un impacto importante en los resultados indicados. Por lo tanto, los resultados reales pueden variar, tal vez materialmente, de los resultados contenidos en este documento. Deutsche Bank no asume ninguna obligación de actualizar la información contenida en este documento ni de informar a los inversores sobre la información actualizada disponible. La información contenida en este documento está sujeta a cambios sin previo aviso y se basa en una serie de supuestos que pueden no resultar válidos, y pueden ser diferentes de las conclusiones expresadas por otros departamentos dentro de Deutsche Bank. Aunque la información contenida en este documento ha sido compilada diligentemente por Deutsche Bank y derivada de fuentes que Deutsche Bank considera fiables y fiables, Deutsche Bank no garantiza ni no puede hacer ninguna garantía sobre la integridad, la equidad o la exactitud de la información y no debe ser invocada como tal. Este documento puede proporcionar, para su comodidad, referencias a sitios web y otras fuentes externas. Deutsche Bank no asume ninguna responsabilidad por su contenido y su contenido no forma parte de este documento. El acceso a estas fuentes externas es bajo su propio riesgo. Antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben considerar, con o sin la ayuda de un asesor de inversión, si las inversiones y estrategias descritas o proporcionadas por Deutsche Bank son apropiadas, a la luz de su inversión particular necesidades, objetivos, circunstancias financieras y detalles del instrumento. Al tomar una decisión de inversión, los inversores potenciales no deben basarse en este documento, sino únicamente en lo que figura en los documentos de oferta final relacionados con la inversión. Como proveedor global de servicios financieros, Deutsche Bank se enfrenta de vez en cuando a conflictos de intereses reales y potenciales. La política de Deutsche Bank consiste en tomar todas las medidas apropiadas para mantener y operar acuerdos organizativos y administrativos eficaces para identificar y gestionar dichos conflictos. La alta dirección de Deutsche Bank es responsable de garantizar que los sistemas, controles y procedimientos de Deutsche Bank sean adecuados para identificar y gestionar los conflictos de intereses. Deutsche Bank no ofrece asesoramiento fiscal o jurídico, incluso en este documento y nada en este documento debe interpretarse como Deutsche Bank proporcionando a cualquier persona asesoramiento en inversiones. Los inversores deben buscar asesoramiento de sus propios expertos fiscales, abogados y asesores de inversión para considerar inversiones y estrategias descritas por Deutsche Bank. Salvo notificado en sentido contrario en un caso particular, los instrumentos de inversión no están asegurados por ninguna entidad gubernamental, no están sujetos a sistemas de protección de depósitos y no están garantizados, incluso por Deutsche Bank. Este documento no podrá reproducirse ni distribuirse sin la autorización expresa por escrito de Deutsche Bank. Deutsche Bank prohíbe expresamente la distribución y transferencia de este material a terceros. Deutsche Bank no acepta responsabilidad alguna derivada del uso o distribución de este material o por cualquier acción tomada o decisión tomada con respecto a las inversiones mencionadas en este documento que el inversor pueda haber celebrado o pueda celebrar en el futuro. La forma de circulación y distribución de este documento puede estar restringida por ley o regulación en ciertos países, incluyendo, sin limitación, los Estados Unidos. Este documento no está dirigido a, o destinado a su distribución o uso por, cualquier persona o entidad que sea ciudadano o residente de o se encuentre en cualquier localidad, estado, país u otra jurisdicción, donde dicha distribución, publicación, disponibilidad o uso sería contrario a la ley o a la regulación o que someta a Deutsche Bank a cualquier requisito de registro o licencia dentro de dicha jurisdicción que no se haya cumplido actualmente. Las personas en cuya posesión pueda venir este documento están obligadas a informarse y a observar tales restricciones. El rendimiento pasado no es garantía de resultados futuros; nada de lo contenido en este documento constituirá ninguna representación, garantía o predicción en cuanto al rendimiento futuro. Más información está disponible a petición del inversor.

Reino de Bahrein

Para los residentes del Reino de Bahrein: Este documento no constituye una oferta de venta o participación en valores, derivados o fondos comercializados en Bahrein en el sentido del Reglamento del Organismo Monetario de Bahrein. Deberían recibirse todas las solicitudes de inversión y efectuarse las asignaciones, en cada caso desde fuera de Bahrein. Este documento ha sido preparado para fines de información privada de los inversores previstos sólo que serán instituciones. No se hará ninguna invitación al público en el Reino de Bahrein y este documento no se emitirá, pasará a él ni se pondrá a disposición del público en general. El Banco Central (CBB) no ha revisado, ni aprobado, este documento ni la comercialización de dichos valores, derivados o fondos en el Reino de Bahrein. En consecuencia, los valores, derivados o fondos no podrán ofrecerse ni venderse en Bahrein ni a sus residentes, salvo lo permitido por la legislación de Bahrein. El CBB no es responsable de la ejecución de los valores,



Important information

Estado de Kuwait Este documento ha sido enviado a usted a su propia solicitud. Esta presentación no es para la circulación general al público en Kuwait. Los intereses no han sido autorizados para ofrecer en Kuwait por la Autoridad de Mercados de Capitales de Kuwait o cualquier otra agencia gubernamental kuwaití pertinente. Por lo tanto, la oferta de los Intereses en Kuwait sobre la base de una colocación privada u oferta pública está restringida de conformidad con el Decreto Ley No 31 de 1990 y sus reglamentos de aplicación (modificado) y la Ley No 7 de 2010 y sus estatutos (como enmendado). En Kuwait no se está realizando ninguna oferta privada o pública de los Intereses, y no se celebrará ningún acuerdo relativo a la venta de los Intereses en Kuwait. No se están utilizando actividades de comercialización, solicitud o incentivo para ofrecer o comercializar los Intereses en Kuwait.

Emiratos Arabes Unidos

Deutsche Bank AG en el Dubai International Financial Centre (registrado no 00045) está regulado por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái. Deutsche Bank AG -DIFC Branch sólo podrá llevar a cabo las actividades de servicios financieros que estén comprendidas en el ámbito de aplicación de su licencia DFSA existente. Principal lugar de negocios en el DIFC: Dubai International Financial Centre, The Gate Village, Building 5, PO Box 504902, Dubai, U.A.E. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG. Los productos o servicios financieros relacionados solo están disponibles para clientes profesionales, según lo definido por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái.

Estado de Qatar

Deutsche Bank AG en el Centro Financiero de Qatar (registrado no 00032) está regulado por la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Qatar. Deutsche Bank AG -QFC Branch sólo podrá llevar a cabo las actividades de servicios financieros que estén comprendidas en el ámbito de aplicación de su licencia QFCRA existente. Principal sede de negocios en el QFC: Qatar Financial Centre, Tower, West Bay, Level 5, PO Box 14928, Doha, Qatar. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG. Los productos o servicios financieros relacionados solo están disponibles para los clientes comerciales, según lo definido por la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Qatar.

Reino de Bélgica

Este documento ha sido distribuido en Bélgica por Deutsche Bank AG actuando a través de su sucursal en Bruselas. Deutsche Bank AG es una sociedad anónima ("Aktiengesellschaft") constituida en virtud de las leyes de la República Federal de Alemania y autorizada para llevar a cabo actividades bancarias y prestar servicios financieros sujetos a la supervisión y control de la (bce) y la Autoridad Federal Alemana de Supervisión Financiera ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"). Deutsche Bank AG, Brussels Branch tiene su domicilio social en Marnixlaan 13-15, B-1000 Brussels, registrada en el RPM Bruselas, con el número IVA BE 0418.371.094. Hay más información disponible a pedido o en www.deutschebank.be.

Reino de Arabia Saudita

Deutsche Securities Saudi Arabia Company (registrada no 07073-37) está regulada por la Autoridad del Mercado de Capitales. Deutsche Securities Arabia Saudita sólo puede llevar a cabo las actividades de servicios financieros que estén comprendidas en el ámbito de aplicación de su licencia CMA existente. Principal lugar de negocios en Arabia Saudita: King Fahad Road, Distrito de Al Olaya, P.O. Box 301809, Faisaliah Tower, 17th Floor, 11372 Riyadh, Arabia Saudita.

Reino Unido

En el Reino Unido ("Reino Unido"), esta publicación se considera una promoción financiera y está aprobada por DB UK Bank Limited en nombre de todas las entidades que operan como Deutsche Bank Wealth Management en el Reino Unido. Deutsche Bank Wealth Management es un nombre comercial de DB UK Bank Limited. Registrado en Inglaterra & Gales (No. 00315841). Oficina registrada: 23 Great Winchester Street, London EC2P 2AX. DB UK Bank Limited está autorizada por la Autoridad de Regulación Prudencial y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial y su Número de Registro de Servicios Financieros es 140848. Deutsche Bank se reserva el derecho de distribuir esta publicación a través de cualquiera de sus filiales en el Reino Unido, y en cualquier caso, esta publicación se considera una promoción financiera y está aprobada por dicha filial cuando está autorizada por el regulador del Reino Unido correspondiente (si dicha filial no está autorizada de este modo, esta publicación es aprobada por otro miembro del Reino Unido del grupo Deutsche Bank Wealth Management que tenga la autorización necesaria para proporcionar dicha aprobación).

Hong Kong

Este documento y su contenido se proporcionan únicamente con fines informativos. Nada en este documento pretende ser una oferta de cualquier inversión o una solicitud o recomendación para comprar o vender una inversión y no debe interpretarse o interpretarse como una oferta, solicitud o recomendación. En la medida en que este documento haga referencia a cualquier oportunidad de inversión específica, su contenido no ha sido revisado. El contenido de este documento no ha sido revisado por ninguna autoridad reguladora en Hong Kong. Se recomienda tener cuidado con las inversiones contenidas en el presente documento. Si tiene alguna duda sobre cualquiera de los contenidos de este documento, debe obtener asesoramiento profesional independiente. Este documento no ha sido aprobado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong ni el Registro de Sociedades de Hong Kong ha registrado una copia de este documento y, en consecuencia, a) las inversiones (excepto las inversiones que ", tal como se define en la Ordenanza sobre Valores y Futuros (Cap. 571 de las Leyes de Hong Kong) (el "SFO")) no podrá ofrecerse ni venderse en Hong Kong por medio de este documento o cualquier otro documento que no sea a "inversores profesionales" en el sentido del SFO y cualquier normas establecidas en virtud de las mismas, o en otras circunstancias que no resulten en que el documento sea un "prospecto" tal como se define en la Ordenanza sobre Empresas (Disposiciones DeniorySy y Diversas) (Cap. 32 de las Leyes de Hong Kong) ("CO") o que no constituyan una oferta a la Ordenanza de las Empresas (Disposiciones Deniantes y Diversas) que público en el sentido del CO y b) ninguna persona emitirá o poseerá a efectos de emisión, ya sea en Hong Kong o en otro lugar, cualquier anuncio, invitación o documento relacionado con las inversiones a las que se dirija, o cuyo contenido pueda ser acceso o lectura por el público en Hong Kong (excepto si está permitido hacerlo bajo las leyes de valores de Hong Kong) excepto con respecto a las inversiones que están o están destinadas a ser desechadas sólo a personas fuera de Hong Kong o sólo a "inversores profesionales" adelgazar el significado del SFO y cualquier regla hecha en virtud del mismo.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de marketing, pero no es el caso en los EEUU. No se puede garantizar que vaya a cumplirse ninguna previsión u objetivo. Las previsiones están basadas en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. La rentabilidad pasada no es una indicación de resultados futuros. Las inversiones conllevan riesgo. El valor de una inversión puede caer así como subir y usted podría no recuperar la cantidad invertida originalmente en un momento dado. Su capital puede estar en riesgo.



Important information

Singapur

El contenido de este documento no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur ("MAS"). Las inversiones mencionadas en el presente documento no pueden hacerse al público ni a ningún miembro del público en Singapur que no sea (i) a un inversor institucional en virtud del artículo 274 o 304 de la Ley de Valores y Futuros (Cap 289) ("SFA-"), según sea el caso (según sea el caso (según sea el caso de cualquier Sección de la SFA puede ser modificada, complementado y/o sustituido de vez en cuando), (ii) a una persona relevante (que incluye a un Inversor Acreditado) de conformidad con la Sección 275 o 305 y de conformidad con otras condiciones especificadas en la Sección 275 o 305 respectivamente de la SFA, según sea el caso (como cualquier sección de la SFA puede ser modificada, complementado y/o sustituido de vez en cuando), (iii) a un inversor institucional, un inversionista acreditado, un inversionista experto o un inversionista extranjero (cada uno según lo definido en el Reglamento de Asesores Financieros) ("FAR") (ya que cualquier definición de este tipo puede ser modificada, complementada y/o reemplazada de vez en cuando) o (iv) de otra manera de conformidad con, y de conformidad con las condiciones de, cualquier otra disposición aplicable del SFA o la FAR (según la misma puede ser modificada, y de conformidad con, y de conformidad con las condiciones de, cualquier otra disposición aplicable del SFA o la FAR (según la misma, complementado y/o sustituido de vez en cuando).

Estados Unidos

En los Estados Unidos, los servicios de corretaje se ofrecen a través de Deutsche Bank Securities Inc., un corredor de bolsa y asesor de inversión registrado, que lleva a cabo actividades de valores en los Estados Unidos. Deutsche Bank Securities Inc. es miembro de FINRA, NYSE y SIPC. Los servicios bancarios y de préstamo se ofrecen a través de Deutsche Bank Trust Company Americas, miembro de la FDIC y otros miembros del Deutsche Bank Group. Con respecto a los Estados Unidos, véanse las declaraciones anteriores formuladas en este documento. Deutsche Bank no declara ni garantiza que la información contenida en este documento sea apropiada o esté disponible para su uso en países fuera de los Estados Unidos, o que los servicios discutidos en este documento estén disponibles o sean apropiados para su venta o uso en todas las jurisdicciones, o por todas las contrapartes. A menos que esté registrado, con licencia como de otra manera puede ser permisible de conformidad con la ley aplicable, ninguno de Deutsche Bank o sus filiales ofrece ningún servicio en los Estados Unidos o que esté diseñado para atraer a personas estadounidenses (como tal término se define en virtud de la Regulación S de la Ley de Valores de los Estados Unidos de 1933, en su forma enmendada). Esta exención de responsabilidad específica de los Estados Unidos se registrará e interpretará de conformidad con las leyes del Estado de Delaware, sin tener en cuenta cualquier conflicto de disposiciones legales que exija la aplicación de la ley de otra jurisdicción.

Alemania

Este documento ha sido creado por Deutsche Bank Wealth Management, actuando a través de Deutsche Bank AG y no ha sido presentado ni aprobado por la Autoridad Federal de Supervisión Financiera Alemana (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht). Para algunas de las inversiones mencionadas en el presente documento, los folletos han sido aprobados por las autoridades competentes y publicados. Los inversores están obligados a basar su decisión de inversión en tales folletos aprobados, incluidos los posibles suplementos. Además, este documento no constituye un análisis financiero en el sentido de la Ley alemana de comercio de valores (Wertpapierhandelsgesetz) y, por lo tanto, no tiene que cumplir con los requisitos legales para el análisis financiero. Deutsche Bank AG es una sociedad anónima ("Aktiengesellschaft") constituida en virtud de las leyes de la República Federal de Alemania con domicilio social en Fráncfort del Meno. Está registrado ante el tribunal de distrito ("Amtsgericht") en Fráncfort del Meno bajo el número HRB 30 000 y tiene licencia para llevar a cabo actividades bancarias y para prestar servicios financieros. Autoridades de supervisión: El Banco Central Europeo ("BCE"), Sonnemannstrasse 22, 60314 Fráncfort del Meno, Alemania y la Autoridad Federal Alemana de Supervisión Financiera ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"), Graurheindorferer Strasse 108, 53117 Bonn y Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Alemania.

India

Las inversiones mencionadas en este documento no se ofrecen al público indio para su venta o suscripción. Este documento no está registrado y/o aprobado por el Consejo de Valores y Cambio de la India, el Banco de la Reserva de la India o cualquier otra autoridad gubernamental/reguladora en la India. Este documento no es ni debe considerarse un "prospecto" como se define en las disposiciones de la Ley de Sociedades de 2013 (18 de 2013) y el mismo no se presentará ante ninguna autoridad reguladora en la India. De conformidad con la Ley de Gestión de Divisas de 1999 y las reglamentaciones emitidas en virtud de la India, cualquier inversionista residente en la India puede estar obligado a obtener el permiso especial previo del Banco de la Reserva de la India antes de realizar inversiones fuera de la India, incluidas las inversiones mencionadas en este documento.

Italia

Este informe es distribuido en Italia por Deutsche Bank S.p.A., un banco constituido y registrado bajo la legislación italiana sujeto a la supervisión y control de Banca d'Italia y CONSOB. Luxemburgo Este informe es distribuido en Luxemburgo por Deutsche Bank Luxembourg S.A., un banco constituido y registrado en virtud del Derecho luxemburgués sujeto a la supervisión y control de la Comisión de Vigilancia del Secteur Financier.

España

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española es una entidad de crédito regulada por el Banco de España y la CNMV, e inscrita en sus respectivos Registros Oficiales en virtud del Código 019. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española sólo podrá realizar los servicios financieros y las actividades bancarias que estén comprendidas en el ámbito de aplicación de su licencia existente. El principal lugar de negocios en España se encuentra en Paseo de la Castellana número 18, 28046 - Madrid. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Es

Portugal

Deutsche Bank AG, Portugal Branch es una entidad de crédito regulada por el Banco de Portugal y la Comisión Portuguesa de Valores ("CMVM"), registrada con los números 43 y 349, respectivamente y con el número de registro comercial 980459079. Deutsche Bank AG, Portugal Branch sólo puede llevar a cabo los servicios financieros y las actividades bancarias que estén comprendidas en el ámbito de aplicación de su licencia existente. El domicilio social es Rua Castilho, 20, 1250-069 Lisboa, Portugal. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG, Sucursal Portugal.pañola.

En Europa, Oriente Medio y África, así como en Asia Pacífico, este material se considera material de marketing, pero no es el caso en los EEUU. No se puede garantizar que vaya a cumplirse ninguna previsión u objetivo. Las previsiones están basadas en supuestos, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. La rentabilidad pasada no es una indicación de resultados futuros. Las inversiones conllevan riesgo. El valor de una inversión puede caer así como subir y usted podría no recuperar la cantidad invertida originalmente en un momento dado. Su capital puede estar en riesgo.



Important information

Austria

Este documento es distribuido por Deutsche Bank AG Vienna Branch, inscrita en el registro mercantil del Tribunal mercantil de Viena con el número FN 140266z. Deutsche Bank AG es una empresa pública constituida en virtud de la legislación alemana y autorizada para llevar a cabo negocios bancarios y prestar servicios financieros. Está supervisado por el Banco Central Europeo (BCE), Sonnemannstra-e 22, 60314 Fráncfort del Meno, Alemania y por la Autoridad Federal de Supervisión Financiera (BaFin), Graurheindorfer Strae 108, 53117 Bonn, Alemania y Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Alemania. La sucursal de Viena también está supervisada por la Autoridad Austriaca del Mercado Financiero (FMA), Otto-Wagner Platz 5, 1090 Viena. Este documento no ha sido presentado ni aprobado por las autoridades de supervisión antes mencionadas. Los folletos pueden haber sido publicados para algunas de las inversiones mencionadas en este documento. En tal caso, las decisiones de inversión deben tomarse únicamente sobre la base de los folletos publicados, incluidos los anexos. Sólo estos documentos son vinculantes. Este documento constituye material de marketing sólo con fines informativos y promocionales y no es el resultado de ningún análisis o investigación financiera.

Países Bajos

Este documento es distribuido por Deutsche Bank AG, Amsterdam Branch, con domicilio social en De entrée 195 (1101 HE) en Amsterdam, Países Bajos, y registrado en el registro comercial neerlandés con el número 33304583 y en el registro en el sentido de Artículo 1:107 de la Ley de Supervisión Financiera de los Países Bajos (Wet op het financieel toezicht). Este registro se puede consultar a través de www.dnb.nl.

051146 031622